

聚焦品牌大消费 分享行业高增长

研究结论

- **2010 年纺织服装行业的复苏力度超越年初预期：**行业收入和盈利增速快速增长 盈利能力进一步提升，行业固定资产投资增速持续快速回升，行业出口强劲反弹的同时内销保持持续旺盛增长的势头。我们认为 2010 年行业复苏明显的主要原因除了去年的低基数之外，国内经济增长整体向好同时政策导向拉动消费以及原料价格推动的产业链各环节价格上涨也是重要的因素。
- **展望 2011 年纺织服装行业的发展形势，我们认为喜忧参半。**有利的因素包括国内经济的持续增长和城市化推进带来的居民消费能力提升和消费习惯改变、国家经济结构增长式调整带来的对国内消费的持续拉动、中国长期较高的居民储蓄率和较低的人均衣着支出基数等，不利因素包括各种原辅料价格的高位运行、人力成本的持续上升（包括社会福利和环保约束等其他隐性成本的提高）、欧元区经济波动、人民币的持续升值和等。
- 基于行业未来发展影响因素的判断，我们对 2011 年的行业出口保持相对谨慎态度，对国内消费依然坚定看好。在 2011 年的行业投资策略上我们建议聚焦品牌大消费板块从而分享行业的持续快速增长。
- **对于具有品牌和渠道资源、立足内销的偏零售类服饰企业而言，我们认为他们面临的是一个最好的时代。**一方面中国市场本身已经成为全球最具吸引力的服饰消费市场之一。另一方面，我们也认为部分优势企业积累的经验教训和中国良好的商业文化环境为孕育本土服饰品牌巨头创造了良好的土壤。在这样的行业大背景下，我们认为国内品牌服饰行业未来仍将保持持续快速增长，优质上市企业凭借资金、规模、品牌、成本和人才等优势将获得更多的市场份额和更高的业绩增长速度。
- 我们所说的 2010 年行业投资主题——“品牌大消费”包括品牌服装、家纺、女鞋、户外用品、新兴饰品等主流品牌服饰企业以及服务于主流品牌服饰的高端制造型企业。从子行业的发展阶段、未来速度和发展前景看，我们认为的投资排序是户外用品行业、家纺行业、运动服饰行业、大众休闲服装行业、女鞋行业和新兴饰品行业和服务于主流品牌服饰企业的中游高端制造行业等。
- 通过对纺织服装行业中各子行业的分析，同时结合目前 A 股市场对应标的公司的质地、成长性和估值水平等情况，我们重点推荐美邦服饰、七匹狼、星期六、伟星股份、报喜鸟、富安娜、瑞贝卡、山东如意和嘉麟杰等公司。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施红梅

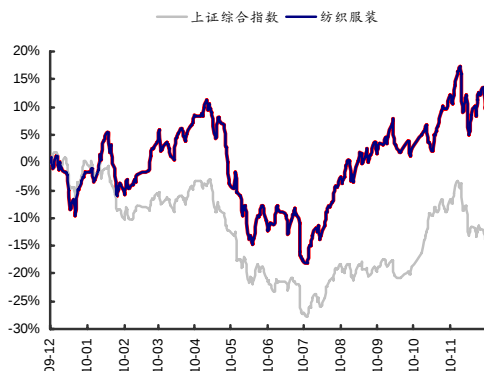
纺织服装行业首席分析师

8621-63325888 × 6076

shihongmei@orientsec.com.cn

行业评级	看好 中性 看淡 (维持)
国家/地区	中国/A 股
行业	纺织服装
报告日期	2009 年 12 月 6 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-2.24	7.96	11.22
相对表现 (%)	5.33	0.33	23.95

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	2009	2010E	2011E	股价	评级
美邦服饰	0.60	0.76	1.08	36.30	买入
七匹狼	0.72	1.00	1.29	35.08	买入
星期六	0.41	0.40	0.63	19.23	买入
伟星股份	0.83	1.18	1.47	27.55	买入
报喜鸟	0.63	0.84	1.10	31.06	增持
富安娜	0.64	0.88	1.15	42.15	增持
瑞贝卡	0.17	0.31	0.48	13.18	增持

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

- 《本土品牌服饰企业面临最好的时代》 2010 年 7 月 2 日
- 《看好消费升级下的品牌服饰企业》 2010 年 4 月 6 日
- 《看好内销增长态势 关注成本上升压力》 2010 年 3 月 11 日
- 《冬去春来》 2010 年 2 月 5 日

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

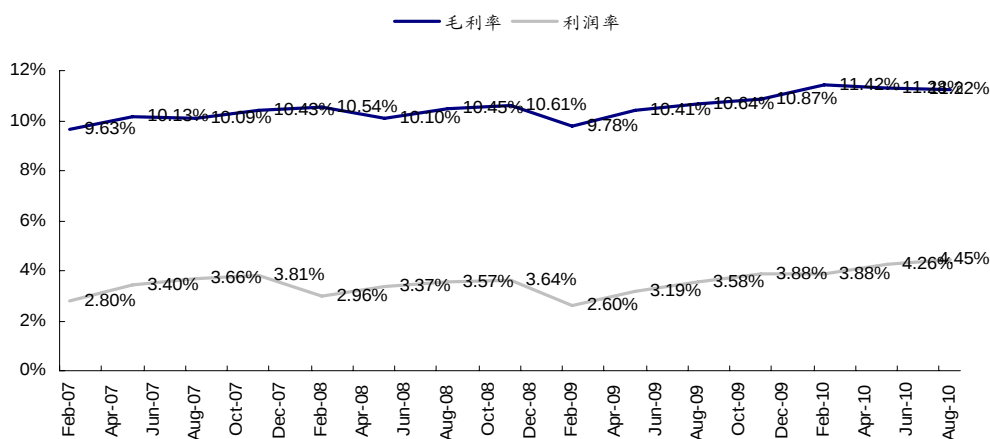
行业 2010 年经营形势回顾：超越年初预期的复苏

2010 年即将进入尾声，回顾即将过去的一年，纺织服装行业无论是经济效益、国内零售、还是投资和出口都延续了 2009 年下半年开始的恢复性上升态势，在国内经济增长整体向好同时政策导向拉动消费的指引下，全年行业复苏力度超越年初的预期，但是大通胀背景下以棉花为主的原料价格暴涨以及持续的人力成本上升、人民币升值也为明年行业的发展带来了新的挑战。

行业收入和盈利增速快速增长 盈利能力进一步提升

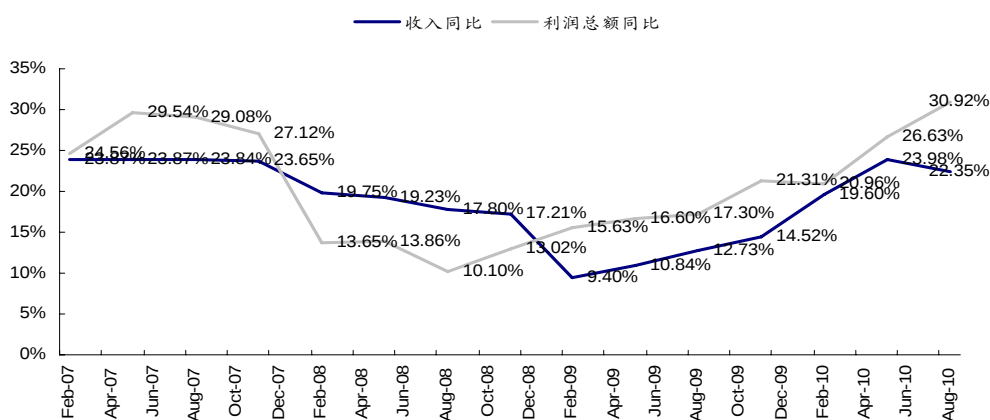
根据国家统计局的数据显示，2010 年前 8 月规模以上纺织子行业收入和利润总额同比分别增长 26.83%和 53.60%，服装鞋帽子行业收入和利润总额同比分别增长了 22.35%和 30.92%。

图 1：纺织子行业销售收入和利润总额增长情况



资料来源：东方证券研究所

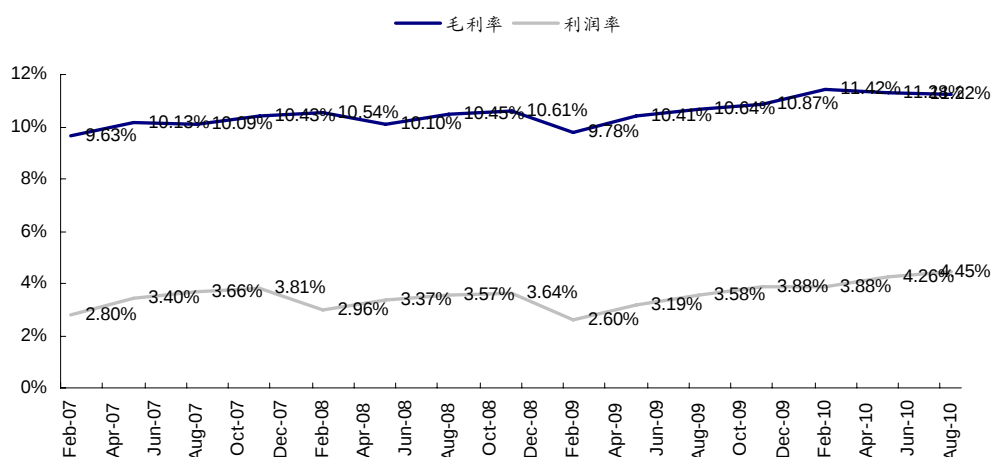
图 2：服装鞋帽子行业销售收入和利润总额增长情况



资料来源：东方证券研究所

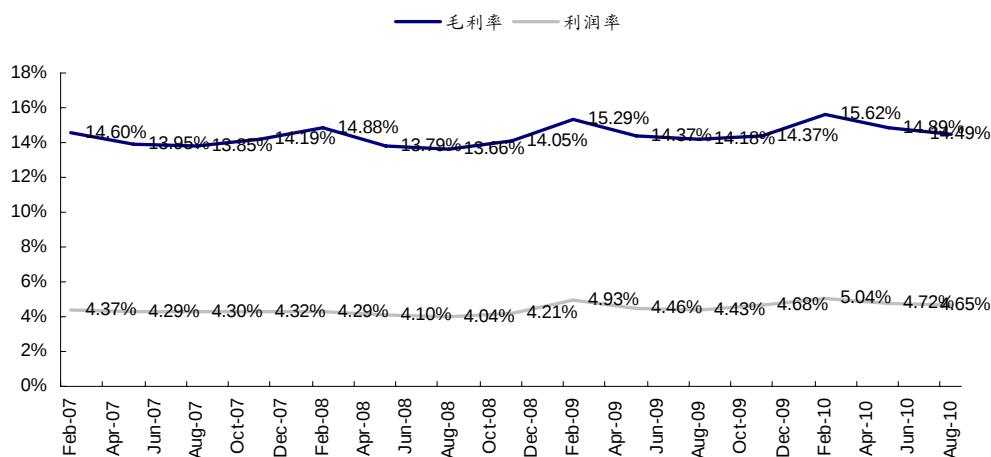
从财务指标的构成看，我们认为行业收入的增长来自于出口订单数量、价格的同比恢复（主动性提价和成本涨价带来的推动性增长）和内销的持续向好，而纺织子行业盈利明显超越收入增速的主要原因在于毛利率的同比上升和期间费用的良好控制（销售费用和财务费用比率的下降），服装子行业盈利增长部分超越收入增长的主要原因来自于毛利率的上升。我们判断产品出口和内销价格的同比上升和原料上涨的一定滞后反应是毛利率上升的重要因素。而从期间费用的控制看，持续的低利率环境和日益成熟便捷的市场环境也为行业提供良好的发展便利。

图 3：纺织子行业盈利能力变动

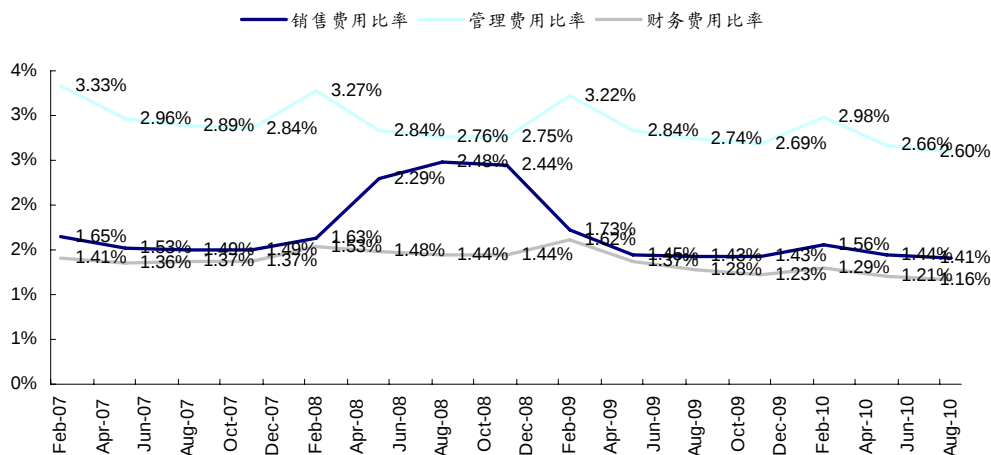


资料来源：东方证券研究所

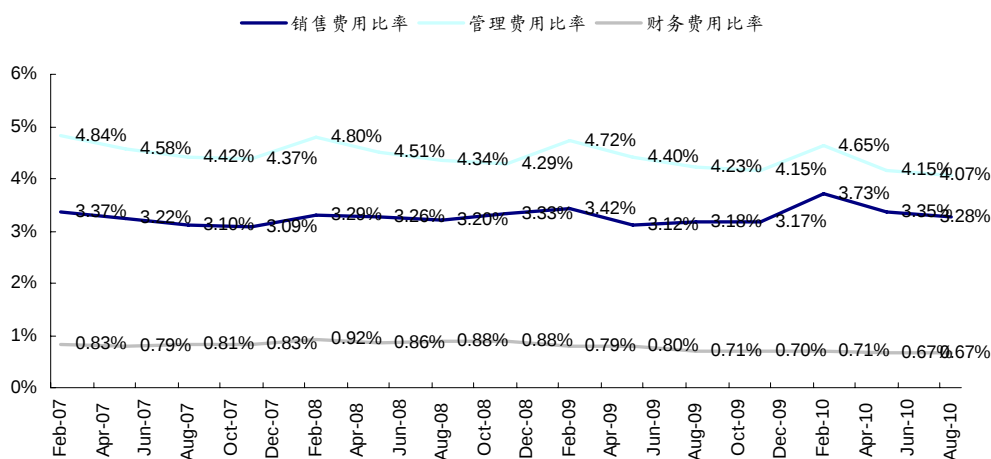
图 4：服装鞋帽子行业盈利能力变动



资料来源：东方证券研究所

图 5：纺织子行业期间费用比率变动情况


资料来源：东方证券研究所

图 6：服装鞋帽子行业期间费用比率变动情况


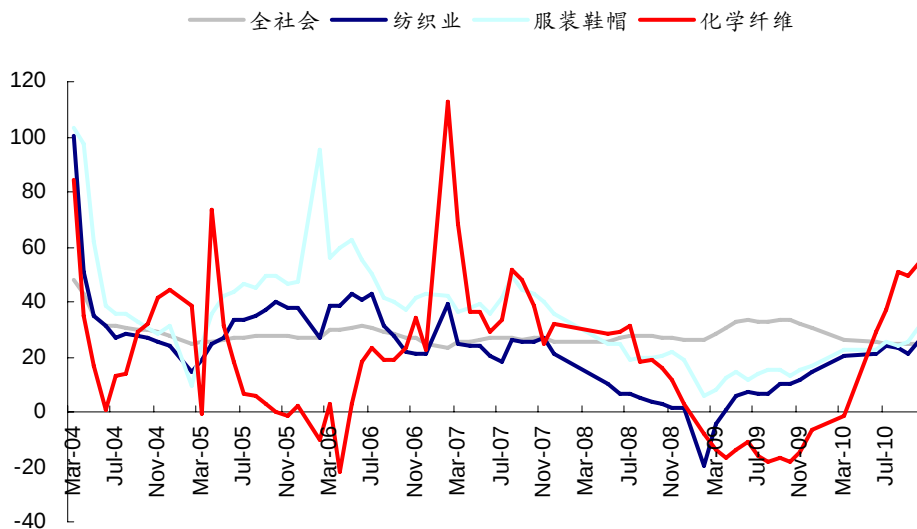
资料来源：东方证券研究所

行业固定资产投资增速持续快速回升

统计显示，2010 年前 10 月全社会固定资产投资增速为 24.4%，纺织全行业固定资产投资增速为 29.92%，行业投资增速比 09 年全年提高了 16.14 个百分点，显示市场对行业投资热情的强劲恢复，特别是下半年开始的投资增速更是不断上升。分子行业看，2010 年前 10 月纺织子行业、服装鞋帽子行业和化纤子行业的固定资产投资增速分别为 25.5%、30.9%和 54%，化纤子行业的投资波动最大与其周期性的行业属性有关，产品价格的周期性上升带动对化纤子行业的投资从二季度开始快速反弹。纺织子行业投资同比增速较快很大程度上是由于的去年同期的低基数，而服装子行业则

是在去年同期增速相对良好的情况下获得的增长，也显示了市场对服装领域相对更为看好，我们认为这也是行业中长期的发展方向。

图 7：纺织各子行业固定资产投资增速与全社会平均水平比较



资料来源：东方证券研究所

从历史纵向比较，在 08 年以前行业的固定资产投资增速基本一直高于全社会的平均水平，这与行业前期更多依靠产能扩张的增长模式有关，而随着 08/09 年全球经济危机和国内经济增长方式的调整与反思，行业的投资增速明显放缓（低于全社会平均增速），行业在寻找新的增长模式。我们认为，尽管 2010 年行业投资增速在去年低基数上呈现出强劲的反弹，但后期随着行业发展更多地由前期的数量扩张为主逐步向内部结构调整和产业升级转变，未来行业投资的方向也将由前期单纯的产能扩张越来越多地转化到国内东西部的产业转移、全球化的产能布局、技术研发、品牌建设、渠道扩张甚至包括国内外的并购上。

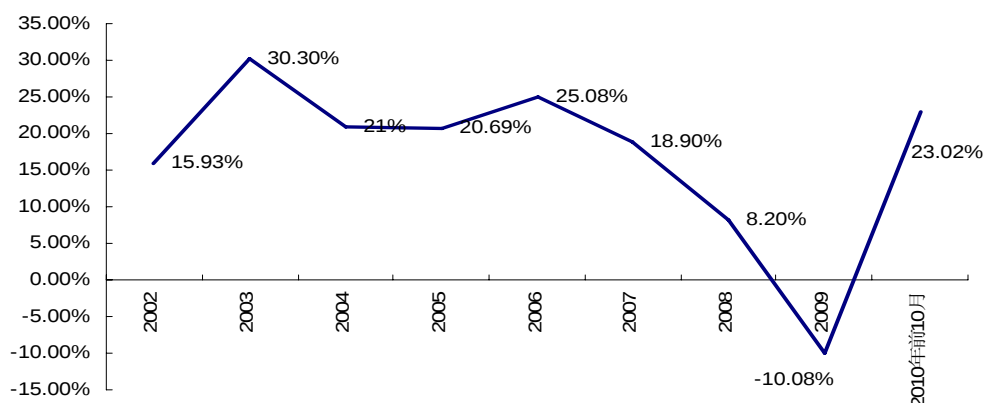
行业出口强劲反弹

根据海关统计，2010 年前 10 月国内纺织品和服装出口同比分别增长了 29.40% 和 19.50%，行业合计增长了 23.02%。行业出口增速超过此前市场的普遍预期，一方面有去年低基数的原因（去年下降 10.08%），另一方面由原料价格推动带来的价格提升和行业长期积累的综合竞争力也是重要因素。

分结构看，纺织品的出口增速明显快于服装，其实这一趋势从 08 年开始已经显现，我们认为这与国内劳动力成本的持续上升、亚洲周边国家服装产业的崛起（我们的纺织产业在产业基础、配套等方面的综合竞争力更为突出，而服装制造受人力成本的影响更大）和产业的全球重新分配产能存在很大关系。

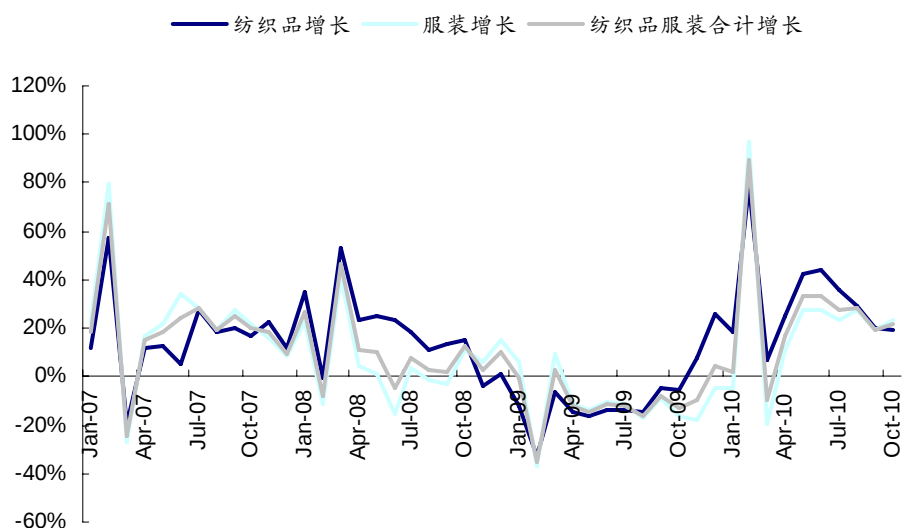
分出口地区看，欧洲仍是我国出口的地一大市场，前10月对其出口额占行业出口总额的26%，其次分别为美国、日本和香港。从同比增速看，前10月对对美国和欧洲的出口同比分别增长了29.47%和25.18%，成为拉动行业出口恢复增长的主要动力，另外对非洲和拉丁美洲尽管绝对金额较低，但出口增速分别达到24.32%和57.88%，呈现很好的上升势头。在亚洲地区，传统的出口市场香港和日本起色不大，同比分别增长4.61%和8.82%，但是对韩国出口增长了30.48%，对其他亚洲地区出口同比增长了22%左右，反映了行业近年来在市场出口地区方面的主动调整——在亚洲新兴市场国家、非洲和拉丁美洲均呈现明显的上升态势。

图8：纺织服装年度累计出口增速变动

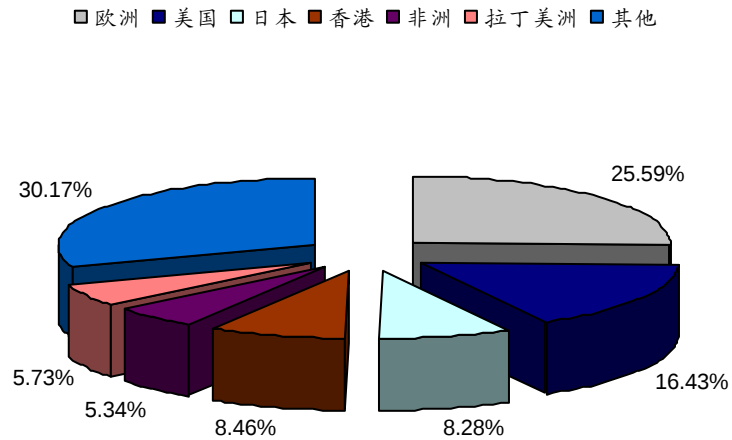


资料来源：东方证券研究所

图9：纺织服装07年以来单月出口增速变动



资料来源：东方证券研究所

图 10：2010 年前 10 月我国纺织服装行业出口地区构成


资料来源：东方证券研究所

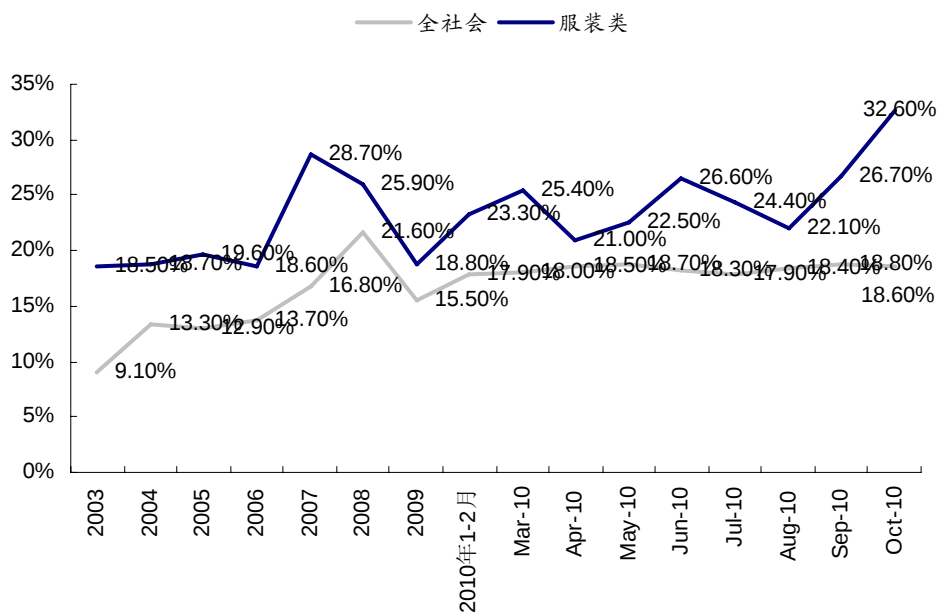
从今年以来我们与重点出口类上市公司的跟踪交流获得的信息看,从年初开始订单数量和订单结构相对 09 年均有明显回升,部分龙头公司的产品价格也在 09 年初下调的基础上持续恢复提升,逐步接近 07/08 年的行业景气高峰。但是从 2010 年欧美主要市场的服装消费数据看,仍处于缓慢复苏阶段,我们认为本轮金融危机对国外消费者的消费能力、消费预期和消费习惯所产生的冲击预计会持续较长的时间。特别是进入二季度以后,欧洲主权国家的经济危机呈现愈演愈烈之势,预计对行业出口的影响将在明年一季度开始逐步显现。根据前 10 月的行业出口情况及未来的可能影响因素,我们预计全年行业出口增幅在 20%——22%左右。

内销持续旺盛增长

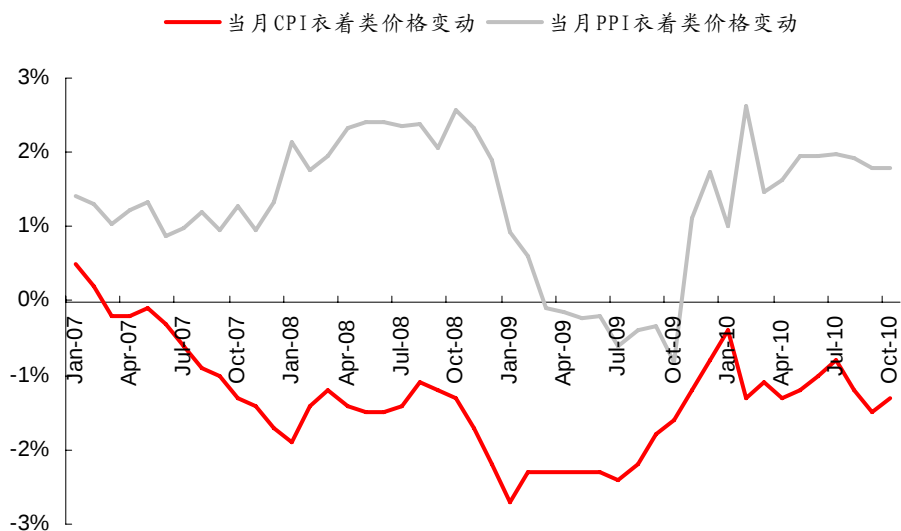
统计数据显示,2003 年以来国内服装类商品的零售增速一直明显超越全社会消费品的零售增速,尽管受 08 年的全球经济危机影响,09 年上半年国内服装消费增速一度有所放缓,但从 09 年下半年开始逐步恢复上升,2010 年全年更是呈现出持续旺盛增长的势头。统计显示,今年前三季度国内服装类商品的零售总额增速为 24.7%,高出全社会消费品零售总额 8.8 个百分点,比 09 年全年行业消费增速高出 5.9 个百分点。2010 年 10 月更创出单月增长新高,同比增长 32.6%,超出单月全社会消费品零售增速 14 个百分点。

回顾历史,连续多年服装类消费品零售增速明显超越社会平均增速的情况也反映了行业内销的持续繁荣增长以及经济增长积累对消费升级的推动。考虑到目前较低的人均衣着消费支出,我们认为未来随着国内居民消费能力的不断提升、消费理念的更新转变以及城市化的不断推进,国内服饰消费的快速增长还将持续很长时间。

值得注意的是,大通胀背景下行业 PPI 和 CPI 缺口的拉大在一定程度上预示着行业盈利能力未来面临挑战。

图 11：服装类消费品零售总额增速与全社会消费品零售总额增速的比较


资料来源：东方证券研究所

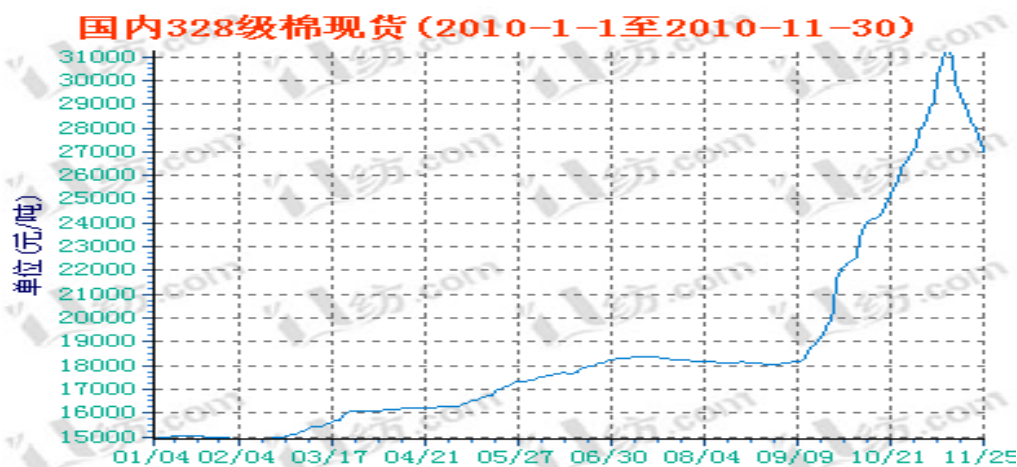
图 12：纺织行业 CPI 和 PPI 变动情况


资料来源：wind 资讯

原料价格暴涨大超预期

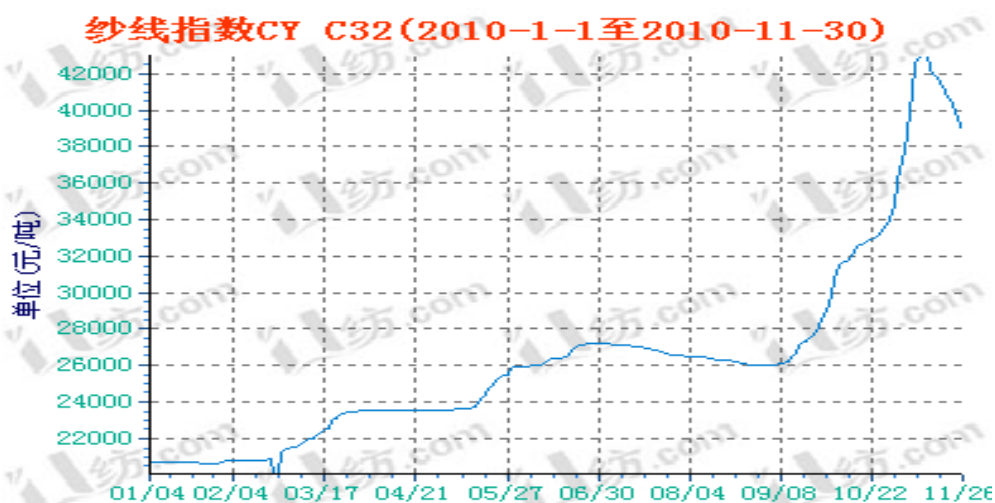
2010 年以棉花为主的原料价格上涨可以说超越市场所有的想象力，数据显示，今年棉花价格最高时比年初上涨 100%以上，特别是 9 月份开始短短一个多月时间内急速上涨 70%左右，让市场叹为观止。尽管进入 11 月受政府调控等影响价格有所回落但依然比年初上涨了 80%左右。棉花价格的上涨推动了下游纱线和坯布价格的依次上涨。根据第一发纺织网的统计数据显示，截止 11 月底国内主流纱线和坯布平均价格比年初分别上涨了 87%和 70%左右。

图 13：2010 年棉花价格变动



资料来源：第一纺织网

图 14：2010 年纱线价格变动



资料来源：第一纺织网

表 1: USDA: 2010 年 11 月全球棉花供需预测

地区	期初库存	产量	进口	工厂消费	出口	期末库存	库存/消费
全球	950	2509	846	2543	846	919	36.10%
美国	64	401	0	75	343	48	11.50%
其他国家	886	2108	846	2468	503	871	29.30%
中国	332	653	327	1023	0.65	288	28.10%

资料来源：第一纺织网

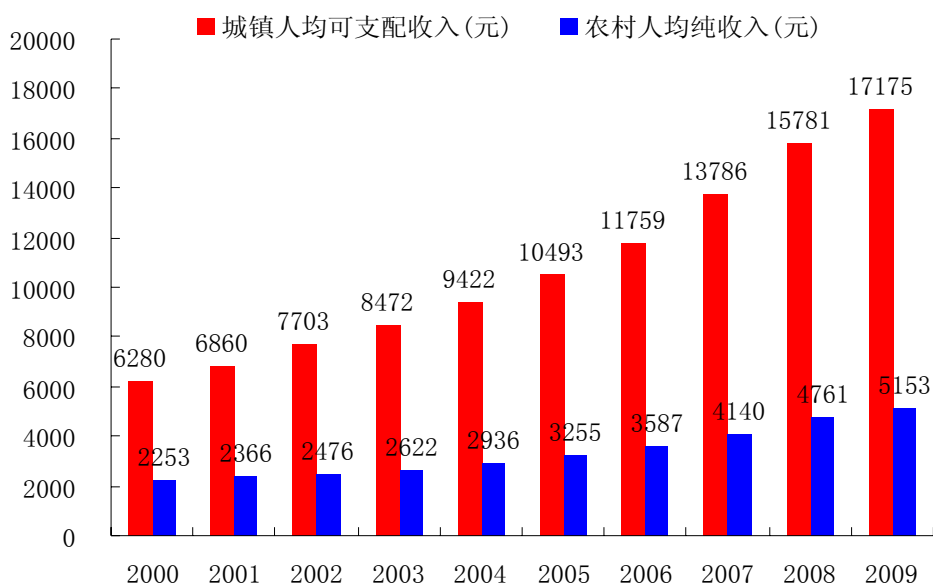
我们认为本轮原料价格的暴涨既有国内供需缺口拉大的（根据美国农业部的预测，2010/2011 年度国内棉花缺口在 370 万吨左右）、新棉上市时间推迟、全球主要产棉国预计产量下降等原因，也有国内大通胀背景下市场资金的主观炒作。

总体而言，我们认为由于下游需求的持续稳定增长和供应的相对增长有限将导致国内供需缺口持续扩大，棉花价格未来将回到 2010 年年初价格水平的难度较大，我们判断 20000 元/吨以上很可能将是较长一段时间的常态。今年以来以棉花为主的原料价格暴涨从三季度开始已经影响到中游制造型企业（上半年很多企业因为有去年低价的棉花储备影响相对较小），高棉价引发的成本上升对制造型企业四季度包括明年一季度开始的盈利能力将构成较大的挑战，而相对于下游终端零售型企业（服装和家纺等），一方面由于订货制的模式原料价格的上涨对企业的实际影响有一定的滞后性，另一方面由于品牌零售型企业具有更强的议价能力，因此相对受的影响较小，这也是我们长期坚定看好品牌零售型企业的主要原因之一。

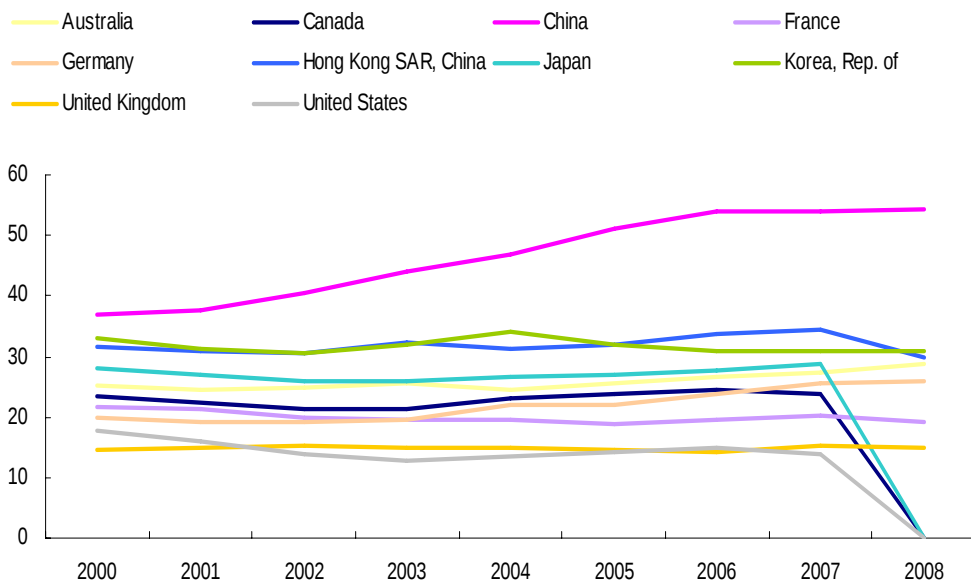
行业 2010 年投资策略：聚焦品牌大消费 分享行业高增长

关于 2011 年纺织服装行业的发展形势，我们认为喜忧参半。有利的因素包括国内经济的持续增长和城市化的推进带来的居民消费能力提升和消费习惯改变、国家经济结构增长式调整带来的对国内消费的持续拉动、中国长期较高的居民储蓄率和较低的人均衣着支出基数等，不利因素包括各种原辅料价格的高位运行、人力成本的持续上升（包括社会福利和环保约束等其他隐性成本的提高）、欧元区经济波动、人民币的持续升值和等。从在全球范围看，中国的制造成本优势正在逐步削弱，目前仅排在第 6 位（08 年是第 4 位），墨西哥、印度、越南、俄罗斯和罗马尼亚的制造成本都已经低于中国，国内纺织服装行业历史上较多依靠成本优势和规模扩张获得高增长的时代已经一去不复返。

基于此，我们对 2011 年的行业出口保持相对谨慎态度，对国内消费依然坚定看好。在 2011 年的行业投资策略上我们建议聚焦品牌大消费板块以分享行业的持续快速增长。我们所说的品牌大消费板块包括品牌服装、家纺、女鞋、户外用品、新兴饰品等主流服饰企业以及服务于主流品牌服饰的高端制造型企业。

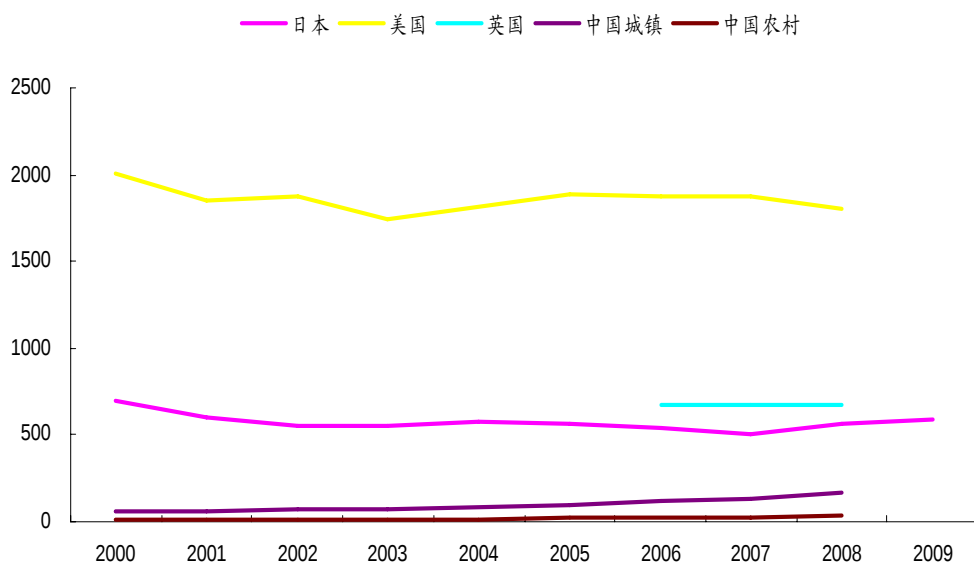
图 15 中国城镇人均可支配收入和农村人均纯收入稳步提高


资料来源：国家统计局，东方证券研究所整理

图 16：世界各国储蓄占 GDP 比重 (%)


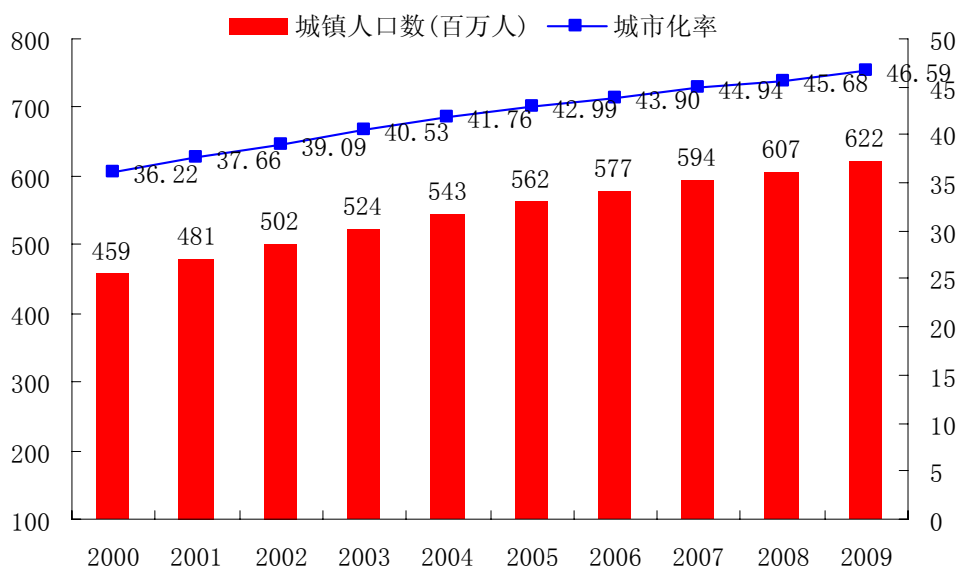
资料来源：世界银行

图 17：世界各国人均衣着消费支出情况（美元）

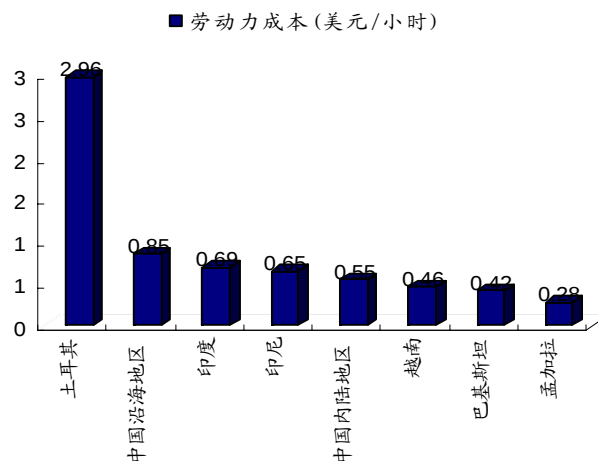


资料来源：ceic，东方证券研究所

图 18：我国城镇人口和城市化率（%）



数据来源：国家统计局

图 19：2007 年各国纺织产业劳动力成本比较

 资料来源: [werner international](#)

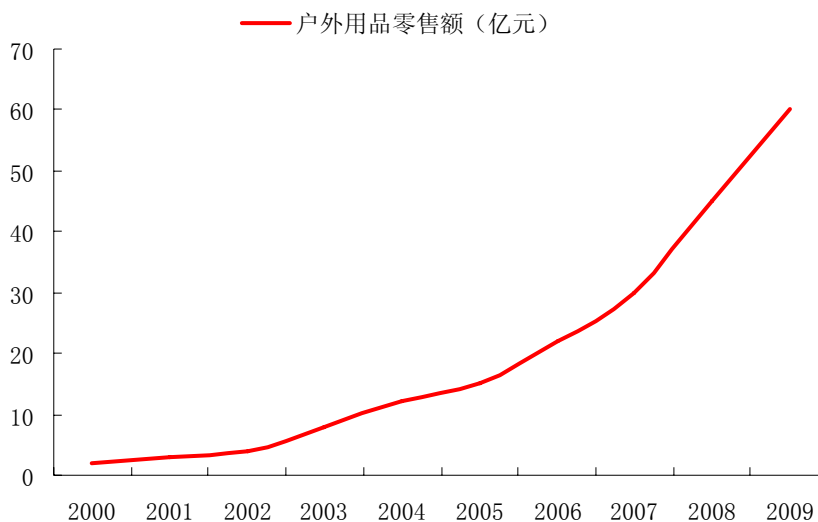
对于具有品牌和渠道资源、立足内销的偏零售类服饰企业而言，我们认为他们面临的是一个最好的时代。一方面中国市场本身已经成为全球最具吸引力的服饰消费市场之一。在欧美消费者都在压缩开支的时候，中国市场已经成为全球品牌业者眼中的乐土——长期较高的居民储蓄率、较低的衣着人均消费支出、农村与城镇在衣着消费防方面的明显差距、城市化的不断推进等众多因素都支持国内纺织服装消费的快速增长，中国将成为未来十年全球最具活力和潜力的服饰消费市场之一。全球各大大众快销服饰品牌 ZARA、H&M、Uniqlo 和 GAP 等相继进入中国市场并运营得风声水起，都证明了中国服饰消费市场的魅力。另一方面，我们也认为部分优势企业积累的经验教训和中国良好的商业文化环境为孕育本土服饰品牌巨头创造了良好的土壤。中国的品牌零售企业大部分是从上世纪 90 年代发展起来，通过十多年的持续探索、学习和不断修正，已经总结出一套适合中国消费市场发展的道路，不少优秀的企业在产品开发、品牌的商业运作和供应链体系的建设等方面正在逐步缩小与国际先进企业的差距。同时随着近年来中国国力的增强，国家文化的基础和沉淀将重新焕发生机，悠久的中华文明将在更多的消费品领域得到全球范围的重视，另外国民经济的持续增长和国内财富的不断积聚与欧美纺织服装行业的逐步衰落对比也为中国品牌企业参与全球范围内的收购整合提供了大量的机会。另外国内商业渠道体系的不断扩张和下沉也为本土品牌服饰企业提供了更丰富的资源。在这样的行业大背景下，我们认为国内品牌服饰行业未来仍将保持持续快速增长，优质上市企业凭借资金、规模、品牌、成本和人才等优势将获得更多的市场份额和更高的业绩增长速度。

正如上文所言，我们所说的 2010 年行业投资主题——“品牌大消费”包括品牌服装、家纺、女鞋、户外用品、新兴饰品等主流品牌服饰企业以及服务于主流品牌服饰的高端制造型企业。从子行业的发展阶段、未来速度和发展前景看，我们认为的投资排序是户外用品行业、家纺行业、运动服饰行业、大众休闲服装行业、女鞋行业和新兴饰品行业和服务于主流品牌服饰企业的中游高端制造行业等。

户外用品行业

在中国，户外用品行业还是一个新兴的行业，至今只有短短十五年的历史。国内的户外用品行业尽管起步较晚，历史较短，但随着居民可支配收入水平的提高，运动、健康的生活观念日渐深入人心，中国的户外用品市场呈现出高速增长的势头。据中国纺织工业协会户外用品分会出具的《中国户外用品市场 2009 年度调查报告》显示，**2000 年至 2009 年中国户外运动用品行业零售总额年均增长率高达 47.5%，未来 5 年也有望继续保持高速增长。我们预计 2010 年国内户外用品零售额将达到 100 亿元左右**，而根据美国户外运动版各行业协会（OIA）于 2006 年 9 月发表的《户外运动经济》显示，当年美国户外运动用品市场的年零售额就已经达到 460 亿美元。我们预计随着中国户外运动参与人数的持续增多，未来国内户外用品行业仍将维持 30%—40% 以上的高速增长，8 至 10 年后，中国有望成为继美国和欧洲后世界第三大户外运动用品市场。目前行业的竞争态势是品牌众多，市场集中度十分分散，国外的一线品牌在一线城市处于强势地位，但对于国内品牌企业能够充分分享渠道下层和泛户外运动带来的消费增长。

图 20 中国户外用品零售额

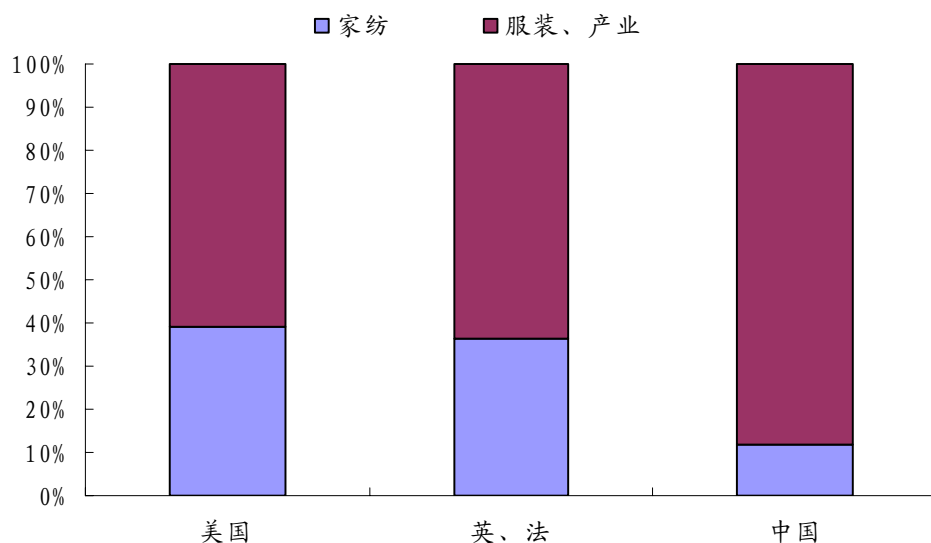


资料来源：COCA 东方证券研究所整理

家纺行业

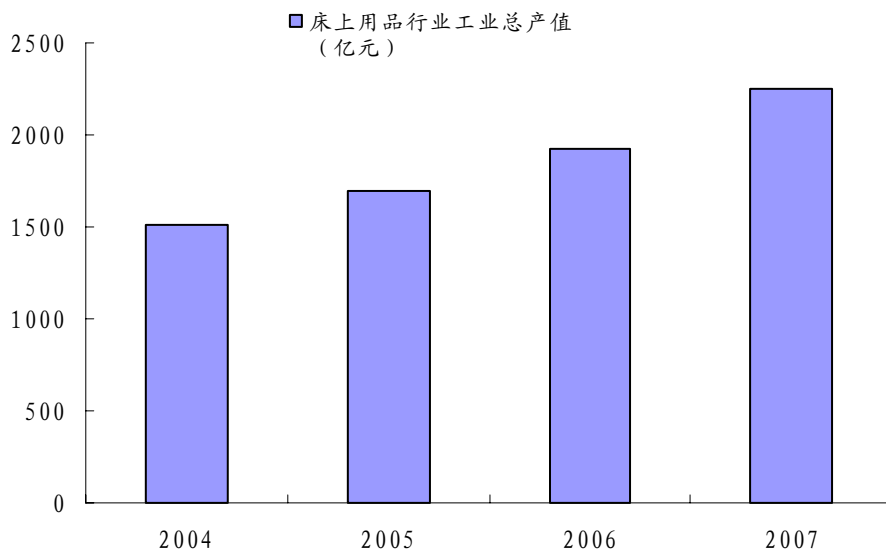
根据纺织工业协会数据显示，2000 年以来我国家纺行业以年均增长 20% 以上的速度快速发展，2008 年全行业产值已达 8800 亿元，其中床上用品占 1/3 以上。**我们看好国内家纺用品行业的未来增长前景。除了中国经济持续增长的大背景外，主要基于以下原因：**（1）国内家纺用品的消费量与欧美发达国家相比还有较大的差距。（2）城市化进程的加快将为家纺行业带来更多消费者。（3）婚庆消费进入高峰期推动行业快速增长。（4）农村市场将推动家纺需求的长期发展。（5）旅游业的蓬勃发展促进酒店对家纺的需求。（6）另外中高收入人群的持续增长带来的消费升级也是推动行业发展的重要因素。

图 21：我国和发达国家家纺消费比例比较图



资料来源：招股说明书，东方证券研究所

图 22：2004 年~2007 年床上用品行业工业总产值

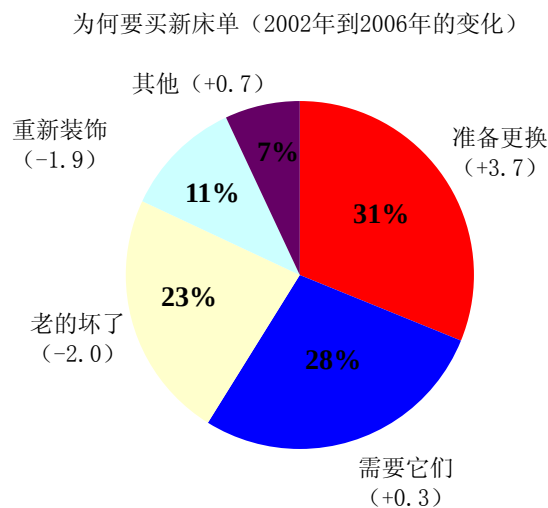


资料来源：招股说明书，东方证券研究所

我们认为国内家纺行业处于品牌服装发展的早期阶段，国内家纺消费刚刚处于从无品牌到有品牌的转变阶段，未来这一阶段还将持续较长的时间。在这一过程中，龙头品牌企业除了分享行业的较快增长外，凭借产品品质、品牌内涵、渠道优势和成本优势等其市场占有率还有较大的提升空间。根据欧美家纺行业的发展历史（详细见我们的报告《以史为鉴 看好国内家纺行业——欧洲家纺巨头

Zucchi 兴衰启示录》），我们预计在品牌消费或品牌强化阶段，龙头公司借助品牌和渠道可以获得很高的市场份额（2007 年欧洲家纺巨头素琦公司在意大利本土和法国家纺市场的份额分别为 16.47%和 5.46%左右）。另外，从欧美家纺行业的发展历史看，在行业发展的后期，主动更新性需求是家纺消费的最主要因素。因此，我们认为尽管未来乔迁和结婚产生的家纺消费比重会持续下降，但基于中国庞大的人口基数，从中长期看、城市化的推进、消费能力的提升和消费理念的更新、消费习惯的改变等非事件性、非偶发性因素引发的主动性更新需求将为行业带来更大更持续的增长空间。目前已经上市的三家龙头企业，最大公司的市场占有率也不到 2%，凭借已有的品牌基础和上市后有更多的资源和资金进行品牌提升和渠道外延式扩张，我们认为公司龙头公司后续市场份额有很大的上升空间，也就是说龙头企业将分享到行业快速增长和市场份额提高带来的乘数效应增长。

图 23 家纺的自主性需求成为欧洲的主流



资料来源：cotton incorporated；东方证券研究所整理

大众休闲服装行业

休闲服装最早产生于二次世界大战期间的美国，它所代表的是后工业化社会崇尚自然、反对奢华的消费倾向。由于休闲服装以平民、舒适、自然为风格，同时强调个性的表现，因此一经推出市场便受到了消费者的热烈欢迎，直至今天在全球市场依然畅销不衰。从 20 世纪 90 年代开始，休闲服之风逐步吹入我国，并对我国的服装行业带来了的重大影响。随着国内经济的持续高速增长，我国居民的生活水平日益提高，生活方式也在逐步发生变化，目前城市人口的三分之一的时间处于休闲状态，而这种生活方式改变也影响了人们的消费习惯。在这样的经济文化背景下，受崇尚自由、追求个性的文化理念，以及人类渴望放松的心态影响，休闲服装逐步成为我国服装消费的主流产品。

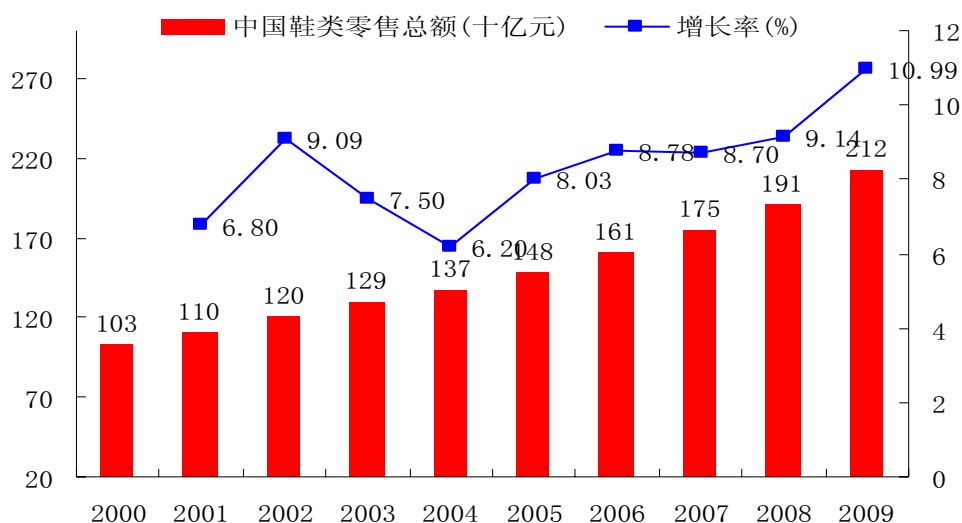
统计显示，自 2001 年以来国内休闲服装市场零售总额的年复合增长率一直保持在 15%左右，行业规模目前已经超过 5000 亿元，休闲服装零售额占国内全部服装零售额的 50%以上。休闲服装子行业相对于户外用品、家纺等行业发展的成熟度更高，因而竞争更为激烈，但行业集中度依然十分分

散。伴随国内经济的持续增长、消费者对休闲、自由的和个性生活的追求，我们预计未来国内休闲服装行业的消费依然能保持 15%左右的持续增长，同时随着龙头企业品牌和渠道优势的累计效应逐步释放，行业集中度会进一步提高。我们认为本土休闲服品牌企业的优势在于长期积累的在二/三线城市的渠道资源、品牌影响力，对本土商业环境、运营规则和消费者偏好更为熟悉的市场敏感度，他们未来的机会在于国内城市化不断推进带来的商业渠道下沉机会和市场容量的快速放大。

女鞋行业

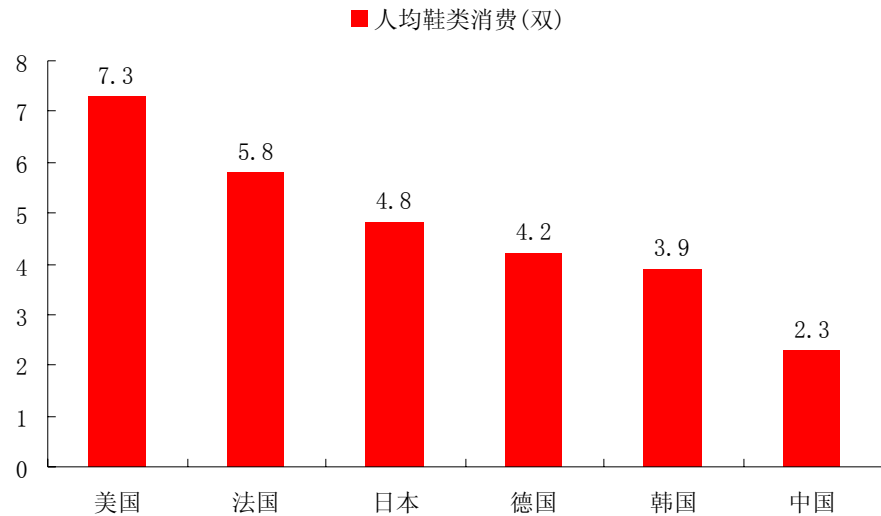
根据 SATRA Technology Centre 分析资料，2000 年至 2006 年中国鞋类产品消费额稳步增长，复合年增长率约 8.4%，但女皮鞋行业一枝独秀，呈现持续快速发展势头。由于女鞋消费时尚性、个性化的特点，总体来看女皮鞋消费量要大于男皮鞋消费量。据中国皮革协会估计，在国内市场上，每销售 10 双鞋中女鞋占 6 双，男鞋占 3 双，童鞋占 1 双。据 CIIC 对全国 270 家百货商场品牌女皮鞋销售情况的调查显示，从 2003 年到 2008 年，女皮鞋销售量和销售额年平均增长分别为 15.54% 和 39.19%，远超过国内零售业的平均增速和鞋类产品的行业消费增速。

图 24 中国鞋类产品消费额稳步增长



资料来源：Euromonitor，东方证券研究所整理

从绝对量来看，中国目前鞋类产品年人均年消费不到 1.7 双，而美国、法国、日本、德国、南韩等发达国家分别为 7.3、5.8、4.8、4.2、3.9 双，中国人均鞋类消费水平与这些国家比较尚存在较大市场空间，后续随着国内经济的持续快速增长、消费能力的不断提升以及消费观念的更新变化（不同的鞋满足不同场合的需要），中国鞋类产品消费市场未来潜在提升空间巨大。另外随着女性经济能力的进一步提升以及对美和生活品质的更高追求，我们预计未来国内女鞋市场的需求量预计仍将保持较快增长，同时由于单价的提升，消费金额预计仍将明显超过消费数量的增长。

图 25 主要国家人均鞋类消费


资料来源：SATRA Technology Centre，东方证券研究所整理

女鞋行业的竞争提示与服装和家纺企业不同，中高档女鞋领域基本都是全国性的品牌，大多从一线城市商场开始逐步再向二/三线城市渗透，而且绝大多数以家纺为主，这样的发展模式使得后来者的进入壁垒很高，**相对于已经处于行业第一梯队的企业而言，其受到的竞争威胁比服装和家纺龙头企业要小很多，也就是现有的领先企业先发优势十分明显**。他们要做的就是伴随连锁百货商场的渠道扩张和下沉选择适合自身定位的渠道渗透策略，同时积极跟上百货业态的创新和新百货品牌出现的步伐。从某种程度而言，以前十名为主的中高档女鞋品牌的竞争格局已经基本形成，未来主要看他们之间的竞争和市场份额的变化。

我们认为未来国内女皮鞋行业仍将保持 **15%以上的销量增长**，销售金额的增长将明显超过销量增长，中高档女皮鞋行业市场集中度将稳步提升，现有领先企业的先发优势十分明显，将充分分享到国内大消费增长和行业不断伴随百货业态创新和百货渠道下沉带来的巨大增长空间。

中游高端制造行业

正如我们在前文所述，前二十年国内纺织服装行业的快速增长主要来自于持续的固定资产投入带来的产能扩张和出口增长，在这个增长过程之中，伴随行业的持续高投入，国内部分纺织服装制造企业也较好地完成了在工艺、设计、设备、技术和市场服务等方面的沉淀，少数中游制造型企业也已经建立起他们自己在子行业内的核心竞争力，同时树立了一定的行业进入壁垒。我们看好少数服务于主流品牌服饰行业的中游制造型企业，尽管他们自身并没有直接的终端品牌（也许在培育之中），但他们未来将通过产能的全球化分配、不断的技术创新、高效深度的服务和自身向下游拓展等方式获得更多的客户依赖和市场份额，实现超越市场预期的增长。

综上通过对纺织服装行业中各子行业的分析，同时结合目前 A 股市场对应标的公司的质地、成长性和估值水平等情况，我们建议重点关注美邦服饰、七匹狼、星期六、伟星股份、报喜鸟、富安娜、瑞贝卡、山东如意和嘉麟杰等公司。

重点公司分析

美邦服饰 (002269)

公司 2010 年前三季度营业收入和盈利增长分别为 57.54% 和 7.16%，其中第三季度营业收入和盈利增长分别为 83.70% 和 309.93%，收入高速增长、毛利率的上升和销售费用比率的大幅下降是公司第三季度盈利暴增的主要原因。

MB 品牌的发展渐入佳境，未来不排除再超预期的可能。我们认为公司上市后较长一段时间对 MC 的投入和倾注在一定程度上分散了 MB 的资源与投入，但今年以来公司在战略上进行了调整，进一步明确了 MB 品牌的支柱地位，在产品开发的丰富度、质量提升、店铺形象提升及终端服务的提升等方面做了大量的工作并取得了明显的成效。同时通过与供应商与加盟商更贴心的合作（比如考虑其资金压力 and 经济效益适度放宽授信额度等），取得了提前锁定原料成本和加快开店速度及新产品推广速度的效果。**因此整个 MB 品牌在 2010 年的经营是超越年初市场普遍预期的，我们估计全年 MB 品牌的销售增长 40% 以上。**我们可以看到近几年公司 MB 品牌的运作方面日益娴熟，无论是产品的策划、设计、品牌的宣传推广等都显示出一个成熟品牌的风采。**未来 MB 的运营将在现有基础和定位上积极推进，除了进一步提高产品的丰富度以外，全面提升店铺形象和终端服务水平以缩短与国际知名同行的差距也是未来 2—3 年的目标。**我们认为凭借其良好的品牌基础，丰富的渠道资源，高效的内部管理和供应链体系，MB 品牌未来的发展将更加扎实健康。而国内经济的持续增长、城市化的推进、农村城镇消费能力的提升带来更多消费商圈的兴起，公司的目标群体将进一步扩大，空白的可开发网点将进一步增加。除了现有的一/二/三线城市加密和空白布点外，有消费能力的四/五线城市也将成为公司渠道扩张的新方向，而且随着公司的发展壮大其对不同级别城市的市场驾驭能力将日益提高，产品的适应面也将更广。从中短期看，MB 品牌的网点数量和销售规模都没有看到瓶颈。我们预计明后年 MB 品牌的销售收入增长至少在 30% 以上，不排除再超预期的可能。与国际可比品牌相比，MB 品牌的后续发展空间依然巨大。

MC 品牌的整合初见成效，后续产品定位仍需修正与完善，2012 年有望贡献盈利。公司今年以来对 MC 品牌的纠错一直在积极推进之中，也取得了一定的进步，但全年整体运营效果仍略低于市场预期，我们认为主要原因还是该品牌的产品定位还没有清晰稳定下来，与 MB 品牌产品的区别不明显，无法达到品牌本身创立时的定位。在 2010 年取得一定调整进步的基础上，**2011 年 MC 品牌仍将专注于产品定位的调整与完善，提高现有店铺的经营效益，除了童装系列外，2011 年公司 MC 品牌不会大规模开展加盟业务。**2012 年开始是否加快加盟拓展主要看 2011 年的产品修正是否取得比较好的效果（预计从 2011 年开始 MC 品牌的产品定位会有较大幅度的调整）。我们的判断是 MC 品牌在经历了前期的挫折后，公司的经营态度将更加务实和扎实，这对品牌发展是好事，作为一个新品牌其未来的发展需要不断地修正和完善，我们预计 2012 年将是 MC 品牌真正开始贡献盈利的年份。建议重点关注 MC—kids 的快速成长潜力。

Bang-go 电子商务业务未来潜力值得关注：在经历了 MC 品牌的波折后，公司对电子商务的推进也更加务实和理性，与现有大多数服装网站不同，公司的电子商务并非以廉价取胜，而更多地是希望通过电子商务平台提供最完整的产品展示和销售，同时实现与实体店的互动联通，另外也会推出一些专属网购的品牌，以推动销售进一步增长。尽管短期电子商务对公司业绩贡献不明显，但其未来潜力值得关注。

经过我们 MC 品牌创业的波折，公司未来的经营将更为务实，增长也将更为扎实。我们认为公司 2011 年之前的业绩增长主要来自于 MB 品牌（平效增长和渠道外延式扩张），2012 年开始 MC 品牌将逐步贡献盈利，后续还有电子商务业务值得期待，维持对公司 2010—2012 年的每股收益分别为 0.76 元、1.08 元和 1.46 元的预测，维持“买入”评级。

七匹狼 (002029)

公司 2010 年前三季度营业收入和盈利同比分别增长 8.37%和 35.90%，其中第三季度营业收入和盈利同比分别增长 4.86%和 47.87%。公司前三季度每股收益为 0.64 元，其中第三季度每股收益为 0.20 元。前三季度公司收入的增长主要来自于自营渠道的扩张、老店的同店增长和品牌影响力的提升。而盈利增速远超收入增速的主要原因在于毛利率的大幅上升、实际所得税率的下降（母公司为评为高新技术企业，从 2010 年开始享受 15%税率）和销售费用比率的下降，特别是前两个原因更为重要。

相对于前些年更多地依托渠道外延式扩张带来的收入和盈利高速增长，公司未来 2-3 年的业绩增长更多来毛利率的提升和期间费用比率的下降，盈利增速将超过收入增速。公司在国内二、三线城市长期耕耘积累的品牌基础和渠道资源是其宝贵的财富，而近年来在内部资源的整合效率提升以及品牌的精细化运作方面的能力也在逐步提升，这些都是公司中短期获得盈利能力提升和费用率下降的重要基础。

站在 2010 年的新时点，展望公司的未来，公司未来能否真正成长为 POLO 一样的具有几百亿销售规模的中高档品牌服饰企业，关键还在于品牌形象的进一步提升（圣沃斯系列作为高端系列的知名度和影响力的明显提高）、产品系列丰富度的有效拓展（单品牌多系列产品中有新的拳头品种的涌现直接带动销售收入和盈利的增长，比如说蓝狼，或者更远的女装、童装等）和新渠道的贡献（商场、超市、网店等）以及其他外延式扩张方式的引进等（比如像 POLO 一样的对外购并、开拓海外市场等）。尽管有一定的挑战，但我们看到公司正在发生积极的转变。

我们认为 2010 年开始公司业绩的增长将来自于自营渠道的积极推进、加盟渠道扩张的逐步恢复和成本费用的有效控制。维持对公司 2010—2012 年的每股收益分别为 1.00 元、1.29 元和 1.66 元的预测，维持“买入”评级。

星期六 (002291)

公司是国内知名的女鞋品牌零售商。公司实行单纯一致性的多品牌策略，所有品牌均突出“时尚”特色，又各有侧重，其中主品牌“ST&SAT”（星期六）连续三年位列行业第三，SAFIYA”（索菲娅）和“FONDBERYL”（菲伯丽尔）品牌正进入快速增长阶段。公司采取的类纵向一体化的经营模式，涵盖了女鞋产品的设计开发、生产直至零售等所有环节，而公司的核心环节在于其设计和零售。公司的直营店铺几乎渗透了一线城市的主要中高档商场，是为数不多具有全国性渠道资源占有能力的零售品牌之一。在国内宏观消费环境整体向好的大背景下，公司近年来伴随渠道的快速扩张，销售收入和盈利均呈现出快速增长势头，主营毛利率保持持续上升态势。

统计显示，从 2003 年到 2008 年，女皮鞋销售量和销售额年平均增长分别为 15.54%和 39.19%，远超过零售业的平均增速和鞋类产品的行业消费增速。我们预计未来国内女皮鞋行业仍将保持

15%以上的销量增长，销售金额的增长将明显超过销量增长，中高档女皮鞋行业市场集中度将稳步提升，行业独有的竞争模式使得现有像公司一样的领先企业的先发优势十分明显，将充分分享到国内大消费增长和行业不断伴随百货业态创新和百货渠道下沉带来的巨大增长空间。

我们认为由于前期门店调整、期间费用、存货处理和所得税率调整等众多因素累计在一起造成了公司 2010 年的业绩可能下降，但正因为此 2010 年将成为公司经营的最低点和向上改变的拐点。随着多品牌策略的更加丰富鲜明、渠道扩张的持续快速增长和品牌推广的日益灵活高效，我们预计公司从 2011 年起将迎来盈利增速和质量的双双提升。目前困扰市场对公司判断的主要问题是高企的存货及由此引发的经营现金流不佳的问题。但从 2010 年特别是下半年开始公司已经对历史遗留存货进行了重点处理并对新销售周期内的存货发生进行了更严格的管控，同时未来也将逐步降低首次铺货/补货比从而从源头上降低存货发生的概率。我们预计 2011 年开始公司存货周转率将明显改善。随着存货周转率的提高，公司的经营活动现金流问题也将迎刃而解，公司的盈利质量也得到大幅的提升。

我们预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年盈利增速分别为-4%、57%和 50%，考虑公司未来几年的盈利增速、管理改善预期、行业长期的容量空间以及竞争对手百丽的 P/S 水平，我们维持对公司的“买入”评级。

伟星股份 (002003)

公司 2010 年前三季度营业收入和盈利同比分别增长 36.32%和 45.09%，其中第三季度营业收入和盈利同比分别增长 31.08%和 21.34%。报告期公司收入和盈利的增长主要来自于出口的恢复和内销的持续快速增长带来的各项主导产品（纽扣和拉链为主）销量增长。

公司未来对纽扣业务的定位是不再寻求单纯的规模扩张，而将重点放在提高产品附加值和研发创新上，该业务的销售增长力争保持行业平均水平（15%）之上。对拉链业务的定位是继续扩大产能，通过提高品牌知名度和人均效率，保持毛利率的稳步上升。对水晶钻业务的定位是加强后续销售管理和持续研发的推进，保持销售收入的较快增长，毛利率维持 30%以上的水平。因此**未来拉链产能的扩大、毛利率的提升和纽扣结构的调整是盈利增长的主要来源**。公司前期公告拟配股募集资金 36052 万元，拟投资于激光雕刻纽扣项目、高档拉链技改项目及全资子公司深圳联星服装辅料公司高品质纽扣扩建项目和高档拉链扩建项目基本反映了公司对两项主业的发展定位。

我们看好公司的理由在于其三十多年扎根服饰辅料行业积累的技术研发优势、突出的市场营销能力、超强的企业管理能力和良好的公司治理氛围，这也是公司长期发展的根本所在。受益于下游国内品牌服饰企业销售的快速增长，我们预计公司内销业务未来仍将保持持续快速增长，同时伴随品牌服饰企业的壮大和提升，对公司这样优质的服饰辅料企业的订单将进一步集中，**公司将分享到下游需求增长和市场占有率提升带来的双重增长**。不同于传统的制造型企业，公司的业务属性具有更多的消费品属性，因此给予公司这样业务优良、业绩经常超预期的企业于一般制造业的估值显然是不合理的。

我们预计公司 2010—2012 年盈利增长分别为 41%、25%和 26%，每股收益分别为 1.18 元、1.47 元和 1.85 元，对应 2011 年的动态市盈率仅为 18 倍左右，维持“买入”评级。

报喜鸟 (002029)

公司 2010 年前三季度营业收入和盈利同比分别增长 26.44%和 56.29%，其中第三季度营业收入和盈利同比分别增长 35.20%和 65.13%。公司前三季度每股收益为 0.55 元，其中第三季度每股收益为 0.35 元。报告期公司销售收入和盈利的增长主要来自本部零售渠道的稳健扩张、产品线的日益丰富、产品价格的提升和全资子公司上海宝鸟职业装团购业务的快速回升。

作为一家定位中高档的品牌服饰企业，公司多年来一直坚持精耕细作的经营作风，公司前些年的增长与其他同行业公司略有不同，更多地来自于提价带来的内生增长，而渠道扩张的步伐明显低于同行。经过多年的品牌运营和内部业务结构日益完善、品牌逐步丰富的情况下，公司未来的增长将更多地通过渠道适度加快扩张和多品牌多业务发展获取更多的外生和增量增长。

我们认为公司从 2010 年开始在原有品牌业务基础之上借助增发募集资金将迈入相对积极的扩张轨道，而多品牌的梯度成长、渐次成熟和各业务的相互补充也有利于公司从一家小而精致的品牌公司成长一家更规模化和更具影响力的服饰零售企业。

我们认为公司未来的盈利增长主要来自于报喜鸟品牌渠道扩张的适度加快、上海宝鸟团购业务的做强做大以及圣捷罗子品牌、皮具业务、女装业务和时尚运动服饰的逐步成熟。维持对公司 2010—2012 年每股收益分别为 0.84 元、1.10 元和 1.45 元的预测，维持“增持”评级。

富安娜 (002327)

公司 2010 年前三季度营业收入和盈利同比分别增长 33.61%和 36.97%，其中第三季度营业收入和盈利同比分别增长 22.86%和 24.50%。报告期公司销售收入的增长主要来自于行业销售的全面恢复、渠道扩张的加快和品牌影响力的提升等。季报显示，公司前三季度和第三季度毛利率同比分别上升了 3.2 个百分点和 2.58 个百分点，我们认为毛利率的较快上升主要源于行业的景气复苏、对加盟商折扣的恢复和产品结构调整、新品比重的提升。

前期披露的中报显示，公司 2010 年上半年新开店 148 家，其中直营新增 37 家，加盟新增 111 家，而根据我们的了解第三季度公司依然在持续推进新店的开设，相对于公司以往直营比重较高的经营模式，从上市后公司明显加快了加盟渠道的扩张，我们认可公司目前的经营策略，认为在行业目前的发展阶段依托加盟可以更快地提高市场份额。

我们在前期推出的家纺行业深度报告《以史为鉴 看好国内家纺行业——欧洲家纺巨头 Zucchi 兴衰启示录》中指出，国内经济的增长和消费升级为国内家纺行业创造良好的平台，推动行业持续快速增长；国内家纺龙头企业的市场占有率有很大的提升空间（2007 年欧洲家纺巨头素琦公司在意大利本土和法国家纺市场的份额分别为 16.47%和 5.46%左右）；从中长期看主动性更新需求将为行业带来更大更持续的增长空间。以史为鉴，我们坚定看好国内家纺行业，中短期家纺的平均增速将高于普通服装，以上市公司为领头羊的优势企业将分享到行业快速增长和市场份额提高带来的乘数效应增长。

我们认为公司未来 3 年业绩增长主要来自于行业增长大背景下渠道的较快增长、单店的稳步增长以及多品牌业务的梯度成长。维持对公司 2010—2012 年每股收益分别为 0.88 元、1.15 元和 1.52 元的盈利预测，维持“增持”评级。

瑞贝卡 (600439)

公司 2010 年前三季度营业收入和盈利同比分别增长 20.34%和 53.98%，其中第三季度营业收入和盈利同比分别增长 26.27%和 77.29%。报告期公司收入的增长主要来自于产品结构调整带来的高端产品比重提升和常规产品价格的恢复提升，盈利增速特别是第三季度盈利增速进一步大大超越收入增速的主要原因是主营毛利率的大幅上升。我们认为毛利率的快速上升除了高附加值产品比重的进一步提高和发丝原料的自产替代进口节约成本外，部分常规产品在第三季度的进一步提价也是一个重要因素。我们判断随着四季度旺季的来临，高毛利率将得以进一步延续。

根据我们今年以来对公司国内品牌零售市场的多地调研，我们判断国内对发制品的时尚消费已经处于启动增长的拐点，公司作为这一新兴消费领域的领头羊，将最充分分享到国内发制品消费快速增长带来的收入和盈利增长，公司也将由一个传统的出口制造型企业逐步向品牌零售型企业转型。伴随着定位中端的第二品牌 SLEEK 的面市，公司以加盟为主、直营为辅的渠道扩张步伐将进一步加快，我们预计未来 3—5 年公司在国内的零售店铺总数有望达到 500 家左右。在行业消费的上升拐点出现同时公司经营策略逐步成熟的情况下，公司品牌零售的销售放量还将延续，我们初步预计 2011 年公司层面可实现的国内品牌销售收入有望达到 2 亿元左右。尽管由于规模基数和前期的品牌宣传等投入较多等因素，今明两年国内零售业务对公司盈利贡献相对很小，但趋势已经形成，未来更高盈利能力的国内零售业务对公司盈利增长的推动力将逐步增强，最终取代出口加工业务。维持对公司 2010—2012 年每股收益分别为 0.31 元、0.48 元和 0.62 元的预测，维持“增持”评级。

表 2：重点公司盈利预测与投资评级（单位：元）

股票名称	2010 年 EPS	2011 年 EPS	2012 年 EPS	2010 年 PE	2011 年 PE	2012 年 PE	投资评级
伟星股份	1.18	1.47	1.85	23.35	18.74	14.89	买入
报喜鸟	0.84	1.10	1.45	36.98	28.24	21.42	增持
七匹狼	1.00	1.29	1.66	35.08	27.19	21.13	买入
美邦服饰	0.76	1.08	1.46	47.76	33.61	24.86	买入
雅戈尔	0.80	1.03	1.27	14.34	11.14	9.03	增持
鲁泰 A	0.78	0.84	0.94	12.59	11.69	10.45	增持
瑞贝卡	0.31	0.48	0.63	42.52	27.46	20.92	增持
富安娜	0.88	1.15	1.52	47.90	36.65	27.73	增持
梦洁家纺	1.00	1.34	1.78	44.51	33.22	25.01	增持
星期六	0.40	0.63	0.95	48.08	30.52	20.24	买入
嘉麟杰	0.30	0.37	0.54	52.30	42.41	29.06	中性

资料来源：东方证券研究所（PE 测算取股价为 12 月 3 日的收盘价）

附图：相关上市公司近期资金流向



资金流向

(截止2010-12-5)



资金流向

(截止2010-12-5)



资金流向

(截止2010-12-5)



资金流向

(截止2010-12-5)



资金流向

(截止2010-12-5)



资金流向

(截止2010-12-5)



资金流向

(截止2010-12-5)



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn